

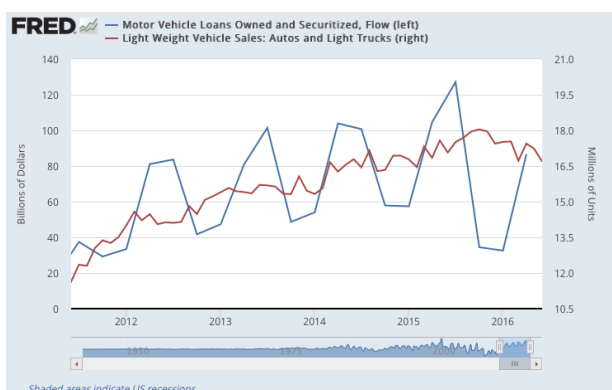
## Dividendenwerte und Wachstumsaktien ohne Alternative bei negativen Zinsen

Nachdem alle drei amerikanischen Aktienmarkt-Indizes kürzlich einen historischen Höchststand erreicht haben, konnte der DAX zumindest einen Höchststand dieses Jahr erreichen. Die gute Entwicklung der vergangenen Wochen war massgeblich vor allem von den guten Unternehmensergebnissen vieler europäischer Unternehmen geprägt. Trotz eines weniger dynamischen Wachstums der Weltwirtschaft und der Vielzahl verschiedener Krisen konnten die Firmen vielfach Gewinn und Umsatz deutlich ausweiten. Vor dem Hintergrund dieser guten Ergebnisse traten daher geopolitische Faktoren in den Hintergrund. Die Stärke der Unternehmen und die trotz einer geringeren Dynamik immer noch robuste Weltwirtschaft gelten daher auch als einer der Gründe, dass sich die Börsen nach dem Brexit schnell wieder erholt haben. Die Zinsen erreichten in Europa erneut Rekordtiefstände und tragen somit ebenfalls zur Attraktivität der Aktie bei. Zur Rechtfertigung der insbesondere in den USA hohen Bewertung der Börsen wird daher oft auch auf die niedrigen Zinsen hingewiesen. Es stellt sich daher die Frage, ob der Niedrigzinstrend nur temporär oder dauerhaft ist. Unserer Meinung nach sprechen demographische Faktoren sowie die niedrigere Produktivität in der OECD eher für eine Fortdauer der niedrigen Zinsen als für eine Kehrtwende. Europa z.B. leidet unter ähnlichen Problemen wie Japan und in Japan beobachten wir

bereits seit rund zwei Jahrzehnten ein sehr niedriges Zinsniveau. Möglicherweise führt ein Konjunkturprogramm unter einer neuen Regierung Clinton bzw. eine Abwendung von der Austeritätspolitik in der EU und dem Vereinigten Königreich zu einer Diskussion über einen Zinsanstieg. Vor dem Hintergrund der hohen Verschuldung sind solchen Programmen jedoch enge Grenzen gesetzt. Neben Kapital und Arbeit ist der technologische Fortschritt der entscheidende Wachstumstreiber. Wenn der Faktor Arbeit aufgrund der sinkenden und alternden Bevölkerung in den entwickelten Volkswirtschaften an Einfluß verliert kommt daher dem technologischen Fortschritt erhöhte Bedeutung zu. Für ein wieder nachhaltigeres Wachstum in den Industrienationen brauchen wir daher einen neuen Produktivitätsschub, wie er z.B. durch Einführung vollkommen neuer Produkte ausgelöst werden könnte. Solche Entwicklungen vollziehen sich jedoch oft sprunghaft und sind kaum vorhersehbar. Elektromobilität, Robotertechnik und neue Materialien wie Graphen könnten z.B. einen solchen Schub auslösen, der Weg dorthin vollzieht sich jedoch wahrscheinlich zu langsam um nachhaltig auf das Wachstum einzuwirken. Ein baldiges Ende der niedrigen Zinsen erscheint daher nicht in Sicht, zumal auch die Zentralbanken weltweit kaum von ihrer lockeren Geldpolitik abrücken werden.

## USA

Die jüngst veröffentlichten Daten über das Wachstum des Sozialprodukts in den USA im zweiten Quartal waren vor allem wegen eines Abbaus der Vorräte enttäuschend und spiegeln deshalb nicht die wahre Stärke der amerikanischen Wirtschaft wider. Trotzdem ist das Muster der Wirtschaftsdynamik unverändert, d.h. das Wachstum wird nach wie vor vom privaten Verbrauch getragen. Der private Verbrauch profitierte allerdings auch von einem Rückgang der Sparquote. Für eine Fortsetzung des privaten Verbrauchs als Stütze der Wirtschaft spricht nach wie vor neben den geringen Energiepreisen und Zinsen auch der starke Arbeitsmarkt, der jeden Monat rund 200.000 Arbeitsplätze schafft. Der Investitionssektor leidet in den USA nach wie vor unter den niedrigen Energiepreisen, auffällig ist jedoch, dass zuletzt auch der Absatz von neuen Autos stagniert (s. nachstehende Grafik), denn dieser Schlüsselsektor profitierte gleichermassen von der Demographie, niedrigen Benzinpreisen und einem verbesserten Zugang zu Bankkrediten. Wie die nachstehende Grafik verdeutlicht gibt es einen recht engen Zusammenhang zwischen der Kreditvergabe und dem Absatz neuer Fahrzeuge, so dass offenbar die Stagnation der Fahrzeugabsätze zu einem grossen Teil auf der Finanzierung beruht. Bei einem stabilen Arbeitsmarkt und niedrigen Zinsen beruht der Rückgang eher auf einer freiwilligen Einschränkung und nicht auf einer durch eine schärfere Kreditvergabe induzierten geringeren Kreditvergabe. Vor dem Hintergrund der mit einer Jahresrate von ca. 2 Mio wachsenden Bevölkerung sollte daher auch der Absatz von Automobilen wieder anspringen. Insgesamt wird vor allem die mangelnde Investitionstätigkeit die amerikanische Notenbank zu nächst möglicherweise von einer weiteren Zinserhöhung abhalten.

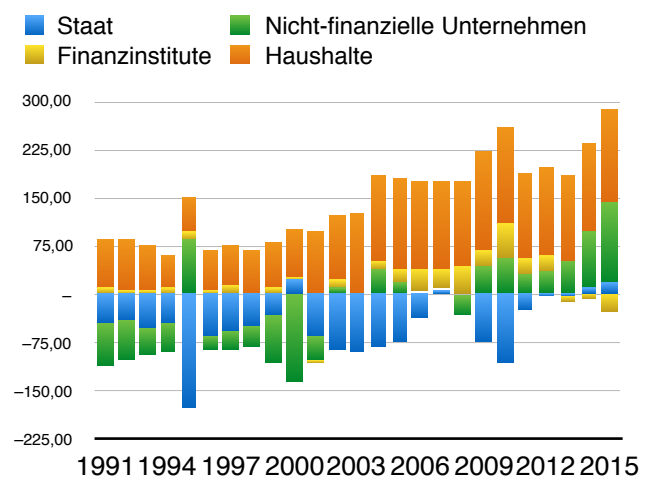


## Europa

Das Wachstum in der Eurozone ist weiterhin von einer sehr ungleichgewichtigen Entwicklung gekennzeichnet: Den starken Wachstumswerten in Spanien und Deutschland steht ein Nullwachstum in Frankreich und Italien gegenüber. Auffällig ist sowohl in Frankreich als auch Italien, dass in beiden Ländern der Außenhandel überwiegend einen negativen Beitrag zum Wachstum des Sozialprodukts geleistet hat. Während in Italien ausserdem die Investitionen kaum einen Beitrag leisten war in Frankreich lange Zeit der Bausektor ein Wachstumshemmnis.

Deutschland hat im zweiten Quartal dieses Jahres mit einer Jahresrate von 3,1 % des Sozialprodukts den höchsten Wert in fünf Jahren erreicht. Getragen wird das Wachstum wie in den Vorquartalen vor allem vom privaten Konsum, der zugleich von mehreren Triebfedern profitiert: Ein Anstieg der Beschäftigten um 1,2 % im Jahresverlauf verbunden mit steigenden Einkommen. Daneben hat Deutschland von steigenden Staatsausgaben (z.B. Teil flüchtlingsinduziert) sowie einem positiven Aussenbeitrag profitiert. Schwachpunkt bleibt jedoch die verhaltene Investitionstätigkeit. Auffallend ist, dass in Deutschland seit einigen Jahren alle drei wichtigen Wirtschaftssektoren Staat, Unternehmen und Haushalte einen Finanzierungsüberschuss aufweisen (s. untenstehendes Schaubild). Deutschland exportiert daher Kapital und verstärkt damit den Trend zu niedrigen Zinsen im Rest der Welt.

Die durch die niedrigen Zinsen erhoffte Stimulierung der Investitionstätigkeit und Belebung der Nachfrage tritt nach wie vor nicht in dem gewünschten Ausmaße ein. Allerdings überrascht das



nicht, denn auch zu anderen Zeiten galt für die Geldpolitik das geflügelte Wort, dass die Pferde zwar an die Tränke gehen, aber nicht saufen. Die Gründe für die mangelnde Investitionstätigkeit sind vielschichtig, aber sicherlich spielt auch die zunehmende Regulierungswut in einer unsicheren und komplexeren Welt eine Rolle.

Für die Firmen unseres Anlageuniversums lässt sich keine ausgeprägte Investitionsschwäche feststellen, aber es handelt sich oft um kleinere und mittlere Firmen in Zukunftsbranchen oder Nischenmärkten mit erhöhtem Wachstumspotential (zu beachten ist natürlich auch, dass die Investitionen auch ausserhalb der EU getätigt werden).

### **China**

Die Wachstumsraten des Sozialprodukts in China halten sich trotz aller Befürchtungen mit rund 6,7% weiterhin auf einem recht hohen Niveau. Wesentlich ist jedoch, dass diese hohe Wachstumsdynamik wenigstens zum Teil durch eine expansive Geldpolitik und fiskalische Impulse verursacht wurde. Unabhängig von diesen Impulsen sind jedoch in China nachhaltige Trends zu verzeichnen, wie z.B. der Ausbau des Eisenbahnnetzes, die starke Förderung der Elektromobilität und die Stärkung des Umweltschutzes. In China sind daher auch weiterhin hohe Wachstumsraten zu erwarten, jedoch ist eine Abschwächung zu erwarten, da der Umbau der Wirtschaft mit Wachstumseinbußen einhergeht und auch die Exporte eine rückläufige Tendenz aufzeigen. Mögliche Risiken drohen vom Immobilienmarkt, wo die Preise in den grossen Städten seit Monaten stark steigen. Die Regierung versucht den Preisanstieg einzudämmen und fordert z.B. in Shanghai beim Kauf der dritten Wohnung einen Eigenkapitalanteil von 70 %. Die Regierung hat ebenfalls Maßnahmen unternommen zur besseren Regelung der sogenannten Schattenbanken.

### **Ölpreis**

Der Ölpreis kam in den letzten Wochen zeitweilig unter Druck, da aufgrund der zuvor gestiegenen Preise in den USA sowohl die Anzahl der Bohrtürme zunahm als auch die Förderung zeitweilig leicht zunahm. Zwar hat die Anzahl der Bohrtürme zugenommen, der Anstieg ist jedoch nach dem sehr starken Fall letztes Jahr nicht signifikant, so dass sich hieraus keine nachhaltige Entwicklung ableiten lässt. Insgesamt überwiegt daher die Erwartung, dass sich Ende 2016/Anfang 2017 wieder ein

Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage einstellt. Da jedoch die Bestände nach wie vor hoch sind, ist selbst bei einem Ausgleich von Angebot und Nachfrage kein dauerhafter Anstieg zu erwarten. Kurzfristig wird die Preisentwicklung bis zur Sitzung der OPEC im September von der Hoffnung einer Begrenzung der Ölförderung unterstützt werden.

### **Fazit**

Wenn unsere Einschätzung eines moderaten globalen Wirtschaftswachstums verbunden mit einem säkularen Trend zu niedrigen Zinsen zutreffend ist, so sollten auch die Aktienmärkte weiter von diesem positiven Umfeld profitieren. Die negativen Zinsen stellen eine zunehmende Anzahl privater und institutioneller Anleger vor schwierige Anlageentscheidungen und wenn auch nur ein kleiner Teil direkt oder indirekt über Fonds in Aktien investiert ergibt sich weiter Kurspotential. Kurzfristig sind Gewinnmitnahmen möglich, da insbesondere in den USA die Kurse der Entwicklung der Gewinne vorgelaufen sind.

Natürlich ist die Anlage in Aktien oder festverzinslichen Wertpapieren in Fremdwährung immer mit Risiken verbunden. Ausserdem herrscht gerade derzeit das Gefühl vor, dass es besonders viele Risiken gibt. Bei der Anlageentscheidung stellt sich jedoch vor allem die Frage, ob die Risiken durch die erwarteten Erträge kompensiert werden. Speziell in Europa sprechen alleine die Dividendenrenditen dafür, dass die Risiken ausreichend bezahlt werden. Für den langfristig orientierten Investor gilt ausserdem, dass bei Firmen mit Wachstumspotential oft sogar steigende Dividenden erwartet werden können. Wir glauben daher, dass für die Anlage ein gut diversifiziertes Portfolio von klassischen Dividentiteln, verknüpft mit Wachstumsfirmen und ausgewählten festverzinslichen Wertpapieren (z.B. in Fremdwährung) eine ausgewogene Mischung darstellt. Für Anleihen in Fremdwährung spricht auch der in einigen Ländern beobachtete Rückgang der Inflationsrate und wir bevorzugen daher solche Länder, wobei wir u.a. auch auf eine finanzierbare Staatsverschuldung achten.

Bad Homburg, im August 2016

Willi Ufer

Jürgen Brückner